مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، **م ٣**، **ع ١**، ص ص ٦١-٨٧ (١٤٠٥هـ/١٩٨٥م)

نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم

سيف الدين إبراهيم تاج الدين
قسم الاقتصاد- كلية الاقتصاد والإدارة
جامعة الملك عبدالعزيز- جدة- المملكة العربية السعودية

المستخلص: يناقش البحث المبادئ العامة التي تكيف طبيعة التداول في سوق إسلامية للأسهم، ويقوّم من الناحيتين الشرعية والاقتصادية نموذج سوق الأسهم الرأسمالية الحرة. ويؤكد البحث أن السهم المالي يختلف عن سائر السلع العينية في أن تداوله أكثر عرضة للغرر والجهالة الممنوعان شرعًا، ثم يناقش دعوى ومعايير كفاءة الأسواق المالية الرأسمالية، مستعرضًا في ذلك نظريات كوتنر P. Cootner، وسامولسون P. A Samuelson وكينز J. M. Keynes في الموضوع، ويخلص إلى أن سيطرة دافع المضاربة على الأسعار بين المحترفين وغير المحترفين، وطبيعة العلاقة بين هاتين الفئتين تجعل السوق بدون منظم داخلي يحد من الجهالة والغرر ويحقق الكفاءة.

ويستنتج الباحث أن الكفاءة لا تتحقق في السوق المالية بترك عملياتها حرة دون انضباط، بل تتحقق بدعم السوق بالضوابط الشرعية للتداول، ثم يشير بإيجاز إلى بعض الصيغ التنظيمية التي قد تحقق ذلك.

مقدمة

يناقش هذا البحث المبادئ العامة والقيود التي تكيف طبيعة التداول في سوق الأسهم الإسلامي، فينصرف إلى التقويم الشرعي والاقتصادي نموذج سوق الأسهم الرأسمالي العصري، ومدى ملاءمة ذلك النموذج للمجتمع الإسلامي من حيث المبدأ، واضعين في الاعتبار ضرورة الأخذ بالضوابط الشرعية وهي مبنية على مفهومي المصلحة وانتفاء الضرر، والمبادئ الإسلامية التي تتفق ومفهومي الكفاءة الاقتصادية وعدالة التوزيع.

إننا نهتم هنا بالأسس المبدئية العامة ولا نتناول الجوانب التطبيقية إلا عرضًا، رغم اقتناعنا بضرورة تقويم أو ترشيد التجارب الناشئة لأسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية النامية، وما يتضمنه ذلك من إدخال للاعتبارات التنموية في التحليل.. ولكننا في حاجة أكثر إلى التأصيل المبدئي الذي يجب أن يسبق العملية أو يواكبها على الأقل لأجل الترشيد والتوجيه، وقد قسمنا هذا البحث إلى ثمانية أجزاء، تتناول الأجزاء الثلاثة الأولى الجانب الشرعي للدراسة بينما تناقش الأجزاء الأربعة التالية المضامين الاقتصادية للدراسة من خلال النموذجين الإسلامي والرأسمالي من حيث الدوافع واعتبارات الكفاءة. أما الجزء الختامي فنخلص فيه إلى المعايير المناسبة لتحديد النموذج الإسلامي الأمثل ونعرض فيه بعض البدائل على سبيل المثال لا الحصر.

(١) العرف المعاصر وشركة المساهمة الحديثة

تحتل شركات المساهمة الحديثة دورًا رائدًا من حيث قوة التأثير على التطور الاقتصادي في المجتمعات ذات الأسواق الحرة حيث يعزى لهذا التنظيم الاستثماري تمويل العديد من المشروعات الاقتصادية العملاقة.. وقد وجدت في واقع الأمر هذه الصيغة الاستثمارية قبولاً واسعًا في المجتمعات الإسلامية المعاصرة حتى تلقفتها المؤسسات الإسلامية الناشئة من مصارف ومؤسسات تجارية وتنموية فأصبحت بذلك طابعًا مميزًا لأكثر المؤسسات الإسلامية العاملة.. ويدل ذلك على أن تبني الصيغة التنظيمية لشركات الأموال الحديثة ذات الشخصية الاعتبارية قد اكتسب قوة العرف ليس فقط بسبب الممارسة وإنما للتأييد الذي ناله من قبل العديد من مشايخنا الأجلاء.

بل إن انصراف بعض الاقتصاديين الإسلاميين لدراسة خصائص سوق الأسهم والأوراق المالية فيه تسليم مبدئي بأن الإسلام لا يجيز فقط وإنما يشجع مثل هذه المحافل الاستثمارية القائمة على مبدأ تجميع رؤوس الأموال الضخمة عن طريق إصدار كميات كبيرة من الأسهم وعرضها على الجمهور ضمن شروط محددة.

ومن جانب آخر فإن دراسة خصائص سوق الأسهم والأوراق المالية من منظور إسلامي تستوجب تحديد ضوابط الشرع وأهداف التجمع الإسلامي، بما يجعلها متميزة عن النظير الرأسمالي الغربي، وهذا ما سنحاول الإجابة عليه هنا سائلين الله التوفيق.

(٢) المفهوم الفقهي للشركة

من المناسب دخولنا لهذا الموضوع من خلال خلفية شرعية موجزة حول صيغ التنظيم الاستثماري (مفهوم الشركة) في الفقه الإسلامي الموروث وما يتضمن ذلك من استعراض عاجل لآراء العلماء دون الخوض في دقائق المسائل الخلافية. فلعل من أهم القضايا التي واجهت الفقهاء المعاصرين بعد تأصيل قضية الربا هي موقف الإسلام من شركة المساهمة ذات الشخصية الاعتبارية والذمة المالية المستقلة، التي لم يكن لها وجود في العصور الإسلامية الماضية(١).

وهناك تصانيف مختلفة لعقود الشركة نجدها عند فقهاء المذاهب وقد أوجزها الدكتور الخياط في بحثه حيث أشار إلى أنه يمكن تقسيم أنواع الشركة في الفقه الإسلامي على النحو التالي(٢):

(أ) شركات أموال

وهي التي يتراضى فيها شريكان أو أكثر بحصص أموال محددة بغرض التجارة.

ويمكن لهذا النوع أن يكون شركة مفاوضة أو عنان. أما الأول فهي التي يفوض فيها الشركاء بعضهم بعضًا ويلتزمون بعمل بعضهم بعضًا حضورًا أو غيابًا، فتتحقق بذلك أهلية الوكالة والكفالة للأطراف الشركاء في شركة المفاوضة. أما الثانية ففيها تقييد لتصرف الشركاء حيث تتحقق فيهم أهلية الوكالة في التصرف ولكن بعد الاستئذان.. فالحالة الأولى (المفاوضة) تؤول إلى الثانية (العنان) إذا انتفت بعض الشروط الهامة لشركة المفاوضة مثل تساوي حصص الشركاء وديونهم.

وقد قال بشركة المفاوضة الأحناف والمالكية، وأنكرها الشافعية الذين لم يقبلوا إلا شركة العنان ومثلهم الظاهرية والحنابلة والجعفرية.

(ب) شركات الصنائع (أو الأبدان)

وهي أن يكون الشركاء أصحاب حرفة أو صنعة واحدة أو مختلفة فيتفقان على تقبل الأعمال وتوزيع المكسب بينهما. وهي كذلك يمكن أن تكون مفاوضة أو عنانًا.

هذه أنكرها الشافعية والظاهرية والجعفرية وأخذ بها الحنفية والمالكية والحنابلة.

(ج) شركة الوجوه

وتعريفها مختلف بين المالكية والحنفية. فالمالكية لا يجيزون الشكل الذي يعرفونه وهو بيع الرجل الوجيه صاحب السمعة الحسنة للرجل الخمل صاحب المال الذي لا وجاهة له. أما الأحناف فهي لديهم اشتراك اثنين لا مال لهما على أن يتَّجرا في مال غيرهما استغلالاً لوجاهتهما فيشتريان نسيئة ويبيعان نقدًا.

هذه الصورة أجازها الحنفية والحنابلة الذين أخذوا بها مفاوضة أو عنانًا.

(د) شركة المضاربة

وهي دفع المال للغير ليتجر فيه على أساس اقتسام الربح حسب حصة مشاعة بين المضارب المدير وصاحب المال. وهي صيغة أحكامها مفصلة في المراجع القديمة والحديثة ولا تحتاج لمزيد من التفصيل هنا.

وإذا انتقلنا من هذه الخلاصة الفقهية المقتضبة إلى النمط الحديث للشركات وجدنا هنالك تشابهًا كبيرًا بين شركة المضاربة الإسلامية وما يسمى في القانون الوضعي بشركة التوصية البسيطة[٣]، وكذلك بين شركة الأموال (المفاوضة حسب المفهوم الحنفي) وشركة التضامن الحديثة. فهذه الشركات يشار إليها في القانون الوضعي بشركات الأشخاص لأنها تنعقد بالتراضي الشخصي بين الشركاء. وهكذا نجد مفهوم الشركة في الفقه الإسلامي الموروث هو مفهوم شركات الأشخاص بالمعنى الوضعي.

ويلاحظ أن مفهوم شركة الأموال حسب المصطلح الحديث يختلف عنه حسب المصطلح الفقهي، حيث نجد شركة الأموال –مفاوضة كانت أم عنانًا– تعتمد أولاً على الأشخاص الشركاء الذين يشتركون فيها بأموالهم وأبدانهم معًا ويترتب على ذلك، في حالة تنازل أحد الشركاء بحصته إلى آخر، انفساخ عقد الشركة إلا إذا رأى الشركاء القدامى الاستمرار بالشركة مع الشريك الجديد. غير أن الفهم العصري لشركة الأموال يغفل الجانب الشخصي تمامًا ويبرز العنصر المالي وحده، فلا يشترط معرفة الشركاء بعضهم بعضًا ولا تنفسخ الشركة بخروج بعض الشركاء، الذين ليس لهم إلا حصصهم المالية التي يساهمون بها في رأس مال الشركة، والتي تحدد مسؤوليتهم المالية وعدد أصواتهم في الاجتماع السنوي للجمعية العمومية.

إن الفقهاء الأوائل لم يفصلوا الشركة عن الشركاء ولم يعترفوا بوجود مستقل للشركة عن أعضائها كما هي الحال بالنسبة لشركة المساهمة الحديثة ذات الذمة المالية المستقلة. لذلك فإن القلة الذين حكموا ببطلان شركة المساهمة الحديثة (مثل الشيخ تقي الدين النبهاني) لم يستطيعوا تخريجها على الأصول الفقهية الموروثة[٤]، وبوجه خاص لم يكن من السهل تطبيق شرطي "التراضي" و"الأهلية" باعتبارهما ركني عقد الشركة لعدم وجود طرفي "إيجاب وقبول" من ناحية ولغلبة التصرف الفردي الذي يجعل الفرد شريكًا بمجرد شرائه لبعض أسهم الشركة.

هذا وقد استعرض الدكتور الخياط آراء المجيزين لشركات الأموال الحديثة (شركة التوصية بالأسهم، الشركة ذات المسؤولية المحدودة، وشركة المساهمة) ومنهم الشيخ محمد عبده، والشيخ محمود شلتوت والدكتور محمد يوسف موسى والشيخ عبدالوهاب خلاف والشيخ الخالصي. وهم على تفاوت بينهم في الإباحة والتقييد اعتمدوا على مبدأ المصلحة الراجحة وانتفاء الضرر والظلم من بعد التراضي.. وإن شركات الأموال الحديثة يمكن أن تندرج تحت شركات المضاربة وشركات الأموال (عنان). لاشك أن الإجماع الفقهي المعاصر لصالح شركات الأموال الحديثة يعتمد على هذا المبدأ الأصولي. وهو المبدأ نفسه الذي سنعتمد عليه في هذا البحث لتقويم الجهاز التداولي لسوق الأسهم الذي يرافق هذا التنظيم الاستثماري[٥].

(٣) الأساس الشرعي لتداول الأسهم

إن السهم يحمل معنى حصة الشريك في شركة الأموال الفقهية، وهو الصك الذي يعطي الشريك إثباتًا لحقه وحصته في أموال الشركة من رأس مال مدفوع وموجودات وأرباح محبوسة داخل الشركة. فهناك الأسهم العادية التي تحتمل الربح والخسارة، والأسهم المميزة التي تنال جزءًا من حصتها الربحية كنسبة مئوية ثابتة، والسندات الاقتراضية التي تنال حصتها الربحية بسعر فائدة معلوم. وقد اتفق جمهور الفقهاء المعاصرين على جواز التعامل بالأسهم العادية التي تشبه حصص المضاربة، كما اتفقوا على تحريم السندات الربوية والأسهم المميزة التي تختلط بعنصر الفائدة.

ويبدو كذلك أن الاتفاق منعقد على جواز تداول الأسهم (العادية) بين الأيدي بيعًا وشراءً[٦]. ولأن ذلك ما تعارف الناس عليه تبعًا للقاعدة "المعروف عرفًا كالمشروط شرطًا". ولكن عملية الشراء لحصة أو سهم في شركة مساهمة إسلامية لا ينبغي أن ينظر إليه كعملية شراء منعزلة لسلعة عادية تتم بقرار فردي مطلق بغرض إشباع رغبة شخصية في التملك أو الاستهلاك أو الاستثمار. وكما ذكر الدكتور الخياط فإن الشركة الإسلامية تتطلب تحقيق شرط النية كأحد أركان عقد الشركة[٧]. ذلك لأن الشركة الإسلامية ليست مجرد عقد شكلي كما هو الحال في القانون الوضعي وإنما تحتوي في مضمونها، من ناحية أخلاقية على الأقل، على عنصر الاقتناع الشخصي برسالة الشركة وجدوى الانتماء الشخصي والمالي إلى أسرة شركائها. فذلك كفيل بأن يجعل المساهم حريصًا على نجاح الشركة وعلى تحقيق أهدافها الربحية والاجتماعية على حد سواء. وأنه لن يكون متعجلاً لتلقي أقرب شائعة يروجها سماسرة السوق حول المستقبل المالي لهذه الشركة فيتخلص من أسهمها.

ولقد ذكر الدكتور الخياط "حق الشفعة" كرخصة شرعية يمكن العمل بها عند صياغة عقد التأسيس إذا رؤي في ذلك تحقيق لمصلحة الشركة المساهمة[٨]. "والشفعة" حق مقرر في الشرع يعطي المساهمين القدامى الأولوية على غيرهم عند طرح أسهم جديدة للشركة أو في شراء الأسهم القديمة التي يرغب أصحابها في بيعها[٩]. ويمكن تعريف "الشفعة" بأنها (استحقاق الشريك انتزاع حصة شريكه المنتقلة عنه من يد من انتقلت إليه)[١٠]. وأدلتها في السنة النبوية كثيرة أشهرها حديث رواه جابر ﷺ قال: "قضى رسول الله ﷺ بالشفعة فيما لم يقسم فإذا وقعت الحدود وصرفت الطرق فلا شفعة" متفق عليه.

لاشك أن تطبيق حق الشفعة فيه تقييد للتداول إلى درجة تخل بمبدأ سوق الأسهم المفتوح الذي تنبني عليه البورصات الحديثة. وإذا ثبت فعلى أنه حق شرعي[١١]، فإن الأخذ به جائز إلا إذا تنازل عنه الشركاء صراحة أو عرفًا كما هي الحال في الشركة المساهمة الحديثة. وكما ذكرنا من قبل فإن "المعروف عرفًا كالمشروط شرطًا"، "والناس على شروطهم".. وليس هنالك ما يلزم الأطراف في شركة المساهمة باشتراط ذلك الحق الشرعي إذا اقتضت المصلحة التراضي على غيره.

وقبل أن نسترسل في مناقشة تقييد التداول نحب أن نؤكد تفهمنا لدور شركة المساهمة الحديثة والمرونة التمويلية التي تتميز بها في استقطاب رؤوس الأموال الضخمة، ولا شك أن حرية تداول الأسهم بأقل قيود ممكنة كان له الأثر الفعال في نجاح هذا الشكل التنظيمي المالي.

اختلاف السهم عن باقي السلع الاقتصادية

إن هنالك تقييدًا شرعيًا لا يجعل السهم المالي مماثلاً تمامًا لسائر السلع الاقتصادية العينية ذات المنافع المعلومة، استهلاكية كانت أم استثمارية. وهذا التقييد هو الذي ينبغي أن يميز النموذج الإسلامي للسوق المالي عن النموذج الرأسمالي الحر. وليس هنالك اختلاف جوهري في الواقع بين الشخص الذي يقامر لشراء صندوق للحظ -يجهل ما بداخله تمامًا- معتمدًا فقط على بعض تكهناته، وبين من يساوم لشراء أسهم لشركة ما يجهل عنها كل شيء معتمدًا فقط على بعض الإرهاصات غير المقومة. بل إن بورصات الأوراق المالية في العالم الغربي قد أصبحت متنفسًا لهواة المقامرة وألعاب الحظ، رغم توافر المعلومات الاقتصادية الدقيقة لمن يرغب في الحصول عليها. ذلك لأن النظام الرأسمالي بطبيعته يقوم على مبدأ الحياد الديني والأخلاقي مما يجعل جهاز السوق الحر مجالاً خصبًا لإشباع كل الرغبات وكل الدوافع، إنتاجية كانت أو مضاربية أو مقامرية[١٢]. ومن ناحية أخرى فإن النظام الإسلامي له توجيه ديني وأخلاقي محدد ينعكس في الضوابط الخلقية والقيود الشرعية التي ترجع جميعها إلى الكتاب والسنة النبوية الشريفة، وذلك ما يسعى علم الاقتصاد الإسلامي الحديث أن يؤصله في البحث حول النظم الاقتصادية الإسلامية المختلفة.

إن الشرع الإسلامي يؤكد على أهمية العلم التام بحقيقة السلعة التي تشترى (مقدارًا وأوصافًا) ويدعو لاستخدام المعايير الدقيقة والمنصفة بقدر الإمكان لتقدير الكم أو الكيف تجنبًا لمصادر الغرر والجهالة. فنجد ذلك واضحًا في النهي عن بيوع الغرر والملامسة والمنابذة والمحاقلة وأشباهها. وبدهي أن السهم يشير إلى موجودات مادية متعددة في شكل سلع ومنافع وأرباح محتجزة أو حقوق وديون للغير. وذلك يجعل الخلفية المالية للسهم أمرًا أكثر تعقيدًا بالمقارنة مع السلع الاستثمارية الأخرى، العينية والمعلومة النفع، وبالتالي يتطلب المزيد من التثبت والتحقق من انتفاء الجهالة والغرر الممنوعان شرعًا وبالتالي صلاحية قانوني العرض والطلب لتحديد القيمة التبادلية للسهم. إن الانضباط الشرعي يتطلب استيفاء نموذج سوق الأسهم الإسلامي لشرطين أساسيين لتخفيف الجهالة والغرر في تبادل الأسهم.

الشرط الأول

توافر المعلومات الموضوعية الدقيقة حول المراكز المالية للجهات المصدرة للأسهم والمتغيرات المؤثرة أو المفسرة الأخرى، وإتاحتها للجمهور.

الشرط الثاني

إمكانية استيعاب تلك المعلومات المتنوعة ومعالجتها لتقدير القيم التبادلية المنضبطة دون مبالغة أو غلو.

وإذا لم يتوفر هذان الشرطان فإن مجرد السماح لقانوني العرض والطلب لكي يتفاعلا في حرية مطلقة في سوق مفتوح، لا يضمن تحقيق، أو حتى الاقتراب من القيم الاقتصادية(١٣) المنضبطة.. بل سيفتح ذلك الباب على مصراعيه لاستقبال كثير من المفاسد والممارسات الخاطئة كما سنرى في القسم التالي. وإذا سلمنا بضرورة تحقيق هذا الانضباط الشرعي فإنه سيدخل تقييدًا على سرعة تداول الأسهم مقارنة بالنظم الرأسمالية التي لا تبذل جهدًا لمراقبة هذا الانضباط.

ولكن قد يثار القول بأن تقييد التداول أو إبطاء سرعة دورانه ضارٌّ بالكفاءة، لأن حرية تداول الأسهم دون حواجز أو قيود كفيلة بتحقيق أقصى قدر ممكن لكفاءة سوق رأس المال- اعتمادًا على نظرية المنافسة الكاملة.

هذه القضية ستقودنا إلى الجزء التالي من الدراسة والمتعلق بمسألة كفاءة السوق.

(٤) كفاءة السوق في النظام الرأسمالي

يتناول الاقتصاديون الغربيون مسألة قياس كفاءة سوق رأس المال. وهنالك وسائل مختلفة لقياس الكفاءة معتمدة على قوة الاختبار الإحصائي المستخدم مثل الاختبارات الضعيفة (Weak from tests) والاختبارات القوية (Strong from tests) وغيرها من الأدوات[١٤]. ويعرف معيار الكفاءة بأنه مدى سرعة استجابة أسعار الأسهم والسندات للمعلومات الموضوعية المتاحة، أو بعبارة أخرى فإن السوق الكفء[١٥] لرأس المال هي التي تحرك المال السائل بسرعة فائقة ودقة كاملة بحيث يتحقق أكبر عائد له.

ويميز الاقتصاديون الغربيون بين نوعين من الكفاءة: الخارجية والداخلية.

فالنوع الأول : يشير إلى أن المعلومات الاقتصادية المناسبة تكون متوافرة لكل المستثمرين الاحتماليين ومتاحة لهم بالسرعة الكافية وبأقل تكلفة ممكنة.

أما النوع الثاني : فيشير إلى كلفة التداول (عقد الصفقات) وسرعة البت فيه وهذا يعتمد إلى حد كبير على دور السماسرة والعمولة التي ينالونها مقابل الخدمات التي يقدمونها لعملائهم، وذلك يتطلب تحقق شرط المنافسة الحرة في أسواق الأوراق المالية استبعادًا لظهور الاحتكارات من جانب بعض السماسرة.

فإذا تحقق هذان الشرطان فإن السعر السوقي لكل نوع من أنواع الأسهم والسندات سيكون مساويًا لقيمها الاقتصادية الحقيقية.

ورغم وجود بعض الأدلة الإحصائية التي تحاول أن تثبت سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية وبالتالي كفاءة سوق رأس المال في بعض الدول الرأسمالية الكبرى، إلا أن الأمر لا يبدو بالبساطة التي تجري بها هذه الاختبارات الإحصائية. فالثابت أن التقلبات العشوائية لأسعار الأسهم بصورة مستمرة خلال المدى القصير لا يسهل إخضاعها إلى أية محاولة علمية تحاول ضبطها أو ربطها بعملية تدفق للمعلومات الاقتصادية الموضوعية. ولو أن الباحثين اهتموا بتقدير حجم الموارد النادرة المهدرة بسبب الانحرافات المتكررة عن التخصيص الأمثل للموارد وسوء التوزيع الناتج عن ذلك النشاط المضاربي لوجدوا الأمر مختلفًا تمامًا عما توصلوا إليه بالأدوات الإحصائية المبسطة.

وقبل الاسترسال في مناقشة مدى تحقق نوعي الكفاءة السابقين في أسواق الاستثمار المالية الحديثة، تجدر بنا الإشارة إلى أن المفهوم الإسلامي لكفاءة سوق رأس المال لا يتفق تمامًا مع المفهوم

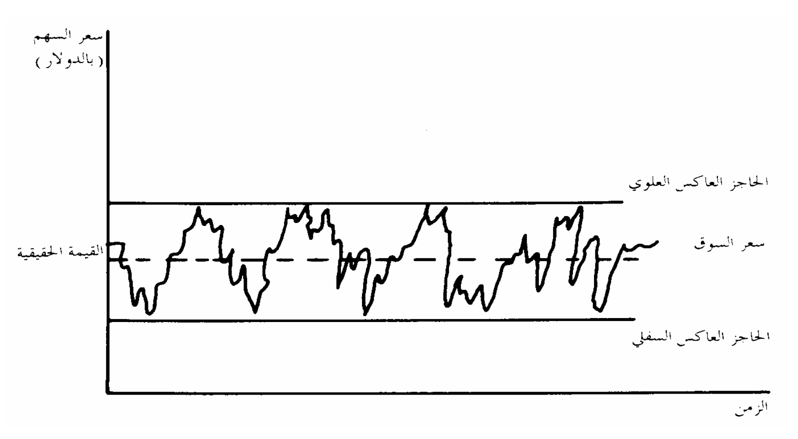
الغربي الذي يعطي حافز توقع الربحية العاجلة دورًا حاسمًا في عملية تحريك الأموال. ذلك لأن المفهوم الإسلامي لكفاءة السوق المالي يحتوي –من حيث المبدأ على الأقل– على بعد اجتماعي هام ليس من السهل إغفال أثره على الدافع إلى الاستثمار من قبل أصحاب الأموال خاصة إذا افترضنا مجتمعًا إسلاميًا ملتزمًا يتصرف أفراده بدافع المسؤولية التضامنية تجاه مجتمعهم. وإذا كان الأمر كذلك فإن معيار الكفاءة الإسلامي لن يكون هو مجرد السرعة في تدفق المال السايل من المشاريع الأقل ربحية إلى تلك الأكثر ربحية. والواقع يدل على أن أكثر المشاريع ذات البعد الاجتماعي هي من الصنف الأول لأنها بطيئة العائد ومكلفة في المدى القريب، رغم قابليتها خلال المدى البعيد لتوليد تيارات متصلة من الدخل ومستقرة. إن مفهوم الكفاءة الذي يعتمد على سرعة الاستجابة لمؤشرات الربحية العاجلة لا يمكن الدفاع عنه من منطلق اجتماعي، لأنه يضعف من حوافز الاستثمار الحقيقي للأجل الطويل ويغري أصحاب الأموال بالأرباح العاجلة خلال المدى القريب– بل القريب جدًا أحيانًا. إذن فهذه النقطة المبدئية ستضيف إلى شرطي الانضباط الشرعي السابقين سببًا آخر يؤدي إلى تقليل سرعة دوران الأسهم في النموذج الإسلامي لسوق الأسهم مقارنًا بالنموذج الغربي.

ومع ذلك فلنعتمد مؤقتًا على التعريف الرأسمالي لمفهوم الكفاءة ونرى مدى تحققه في الواقع.

أولاً: معيار سرعة الاستجابة للمعلومات (الكفاءة الخارجية)

يعترف الاقتصاديون الغربيون وكثير من المتخصصين في أسواق الأسهم بأن الغالبية العظمى من المضاربين في البورصات العالمية يقعون فريسة سهلة للإشاعات والإرهاصات غير المقومة حول تحركات أسعار الأسهم والأوراق المالية الأخرى. فذلك يعني أن هنالك سرعة في استيعاب كل أنواع المعلومات غثها وسمينها دون تمييز، كما أن هناك مبالغة في تقويم أثر بعض المعلومات الاقتصادية الحقيقية منها، وهذا ما يعكسه النمط العشوائي لتحركات أسعار الأسهم بصورة مستمرة خلال المدى القصير.

فمن النظريات التي تحاول أن تقدم تفسيرًا لهذا النمط العشوائي ما يسمى بنظرية "تفاعل القيمة الحقيقية وسعر السوق" التي تنسب للاقتصادي الغربي كوتنر (Cootner) حيث يصور نمط تقلب أسعار الأسهم بأنه مسار عشوائي (Random walk) يدور حول القيمة الاقتصادية للأسهم، وتحده حواجز عاكسة (Reflecting barriers) من أعلى ومن أسفل كما في الرسم التالي:



إن هذه النظرية ترد تقلبات أسعار السوق إلى السلوك غير الراشد للغالبية العظمى من المستثمرين، وتؤكد دور المحترفين في تدخلهم لوضع الحواجز العاكسة المبينة أعلاه، بحيث لا يبتعد سعر السوق كثيرًا عن القيمة الاقتصادية الحقيقية للسهم أو الورقة المالية.

لاشك أن هذا النمط جاء نتيجة لعدم استيفاء شرطي الانضباط الشرعي المذكورين في القسم الثالث السابق واللذين سيؤدي تحققهما إلى ضبط هذه التقلبات بحيث يصبح ذلك المسار العشوائي محصورًا في أضيق نطاق ممكن وتصبح أسعار السوق أكثر استقرارًا وأقرب إلى القيم الحقيقية. ولكن تحقيق هذا الاستقرار لا يتأتى إلا بإدخال عنصر المعالجة المنضبطة والمتأنية للمعلومات والحد من دور السواد الأعظم من المستثمرين السذج، وفي ذلك مدعاة لإبطاء سرعة دوران الأسهم كما ذكرنا في القسم السابق. لهذا فإن الالتزام بالضوابط الإسلامية الشرعية التي ذكرناها سيؤدي إلى نموذج أكثر استقرارًا، رغم أن ذلك يتم على حساب تقليل معدل سرعة دوران الأسهم.

إن الفائدة الرئيسة لهذا النموذج الشرعي تتأتى من تحقيقه لمعيار الكفاءة بصورة أكثر دقة من النموذج الرأسمالي المفتوح، حسب معيار التطابق (أو التقارب) بين سعر السوق والقيمة الاقتصادية الحقيقية، وهي طريقة منطقية أخرى للتعبير عن معيار كفاءة السوق المالي.

إن مشكلة السوق المفتوح لا تقتصر فقط على سرعة الاستيعاب لكل أنواع المعلومات غثها وسمينها أو المبالغة في تقويم أثر بعض المعلومات الموضوعية، وإنما تزداد سوءًا بسبب بعض الممارسات غير الأخلاقية التي تقود السذج من المستثمرين (وهم السواد الأعظم) بعيدًا عن القيم الحقيقية للأوراق المالية.

وتقع تلك الممارسات ضمن ما يسمى في فقه البيوع الإسلامي بالنجش والغبن والتدليس وغيرها من أساليب التأثير غير المشروع على الأثمان.

وحتى عام ١٩٣٤م لم يكن القانون الأمريكي يتدخل لمنع هذه الممارسات التي كانت من الأنشطة المربحة والرائجة قبل الانهيار الذي أصاب الاقتصاد الأمريكي عام ١٩٢٩م. فقبل ذلك كانت تؤسس الجمعيات (Pools) مستقطبة كل وسائل النفوذ الممكنة من داخل وخارج البورصة، كل يشترك بما لديه من رأس مال أو خبرة، ثم تعمل الجمعية في خفاء شديد داخل البورصة وفي مكر شديد لإيهام المستثمرين بأسعار غير واقعية. والقانون الأمريكي لا يزال عاجزًا عن محاربة مثل هذه الممارسات التي اتخذت أشكالاً وصورًا يصعب التحكم فيها.

ومن ناحية أخرى نجد للسماسرة دورًا فعالاً في رفع معدلات سرعة دوران الأسهم، بمعنى التبديل المستمر لأنواعها في محفظة استثمارات الأفراد والمنشآت والتحويل الدائم لملكيتها بسبب اختلاف التوقعات والتقديرات. هذه العملية ينشطها سماسرة البورصات ويغذونها بالشائعات (Hot tips) وتجسيم الأنباء غير المؤكدة مما يؤدي إلى عملية تقليب ودوران مستمر في حسابات الأشخاص لدى السماسرة. فهذه الظاهرة يشار إليها بمشكلة افتعال البيع والشراء (Churing). ولقد حاول القانون الأمريكي الحد منها ولكن يحول دون ذلك صعوبة التثبت من مصدرها في أغلب الأحيان.

إذن فإن ما يسمى بالكفاءة الخارجية لا يحققه سوق الأوراق المالية حسب التجربة الرأسمالية الغربية[١٦].

ثانيًا: معيار الكفاءة الداخلية

أما إذا نظرنا إلى الكفاءة الداخلية –المصدر الثاني للكفاءة– فنجد النفوذ المتزايد للسماسرة بمختلف تخصصاتهم، ابتداء بسماسرة الصالة وانتهاءً بالأخصائيين الذين يعملون لحسابهم الخاص فيدخلون برؤوس أموال ضخمة مستغلين امتيازات العضوية الخاصة التي يمنحها لهم مجلس إدارة البورصة.

فمن الأسباب التاريخية التي أدت إلى خلق أسواق بديلة لمصفق (بورصة) نيويورك (NYSE) الارتفاع النسبي لمستوى العمولة والذي كان يعلل بسبب توفر المعلومات المجانية– فتكونت أسواق "ثالثة" و "رابعة" (Third and fourth markets) كمحاولة لإيجاد عمولات أقل تكلفة وخاصة لأحجام المعاملات الكبيرة التي لا تعطي تخفيضًا خاصًا بها في المصفق.. ورغم ذلك لا يزال مصفق نيويورك (NYSE) هو السوق الاحتكاري الأول الذي تتداول فيه أكثر من ٨٠٪ من قيمة الأسهم والسندات في أمريكا، وتحتكر مقاعد عضويته الشركات الكبرى ذات النفوذ المالي ومعظمها شركات سمسرة مالية.

وبالطبع ليس من السهل الفصل بين ظاهرة السمسرة المالية وطبيعة الجهاز النشط المتحرك. وطالما أن حجم التداول اليومي (بل الذي يقاس بالدقيقة والثانية) يقاس بملايين الدولارات، يتحتم على جهاز السوق أن يخلق أجهزة متخصصة لسرعة البت في التداولات وتقديم المشورة وتسهيل الإجراءات الأخرى. فلا غنى لذلك عن تلك الشبكة المترابطة من السماسرة وشركات السمسرة. فهذا التخصص جاء نتيجة لحجم السوق ومعدلات سرعة التداول فيه تحقيقًا لنظرية آدم سمث "إن التخصص محكوم بحجم السوق".

وختامًا لهذا الجزء فإننا لم نرم إلى اختبار كفاءة النظام الرأسمالي للمصفق، أكثر من اهتمامنا بإلقاء الضوء على صعوبة تحقق هذا الفهم النظري للكفاءة عن طريق جهاز السوق المفتوح الذي لا يراعي شروط الانضباط الشرعي، وهذه النقطة سنؤكدها بقوة أكثر في الأجزاء التالية للدراسة.

إن القياس الرصين للكفاءة يجب أن يعتمد على مدى تشتت أسعار السوق حول القيم الاقتصادية الحقيقية التي تمثل –من الوجهة النظرية على الأقل– النقاط التي يتحقق عليها شرط التوازن الكفء لسوق رأس المال السائل. ولو أن أحدًا فعل ذلك لا أحسبه يقدر على تدعيم دعوى الكفاءة التي يعزوها بعض الباحثين لأسواق رأس المال الحرة في الدول الصناعية المتقدمة.

سنعود إلى هذه النقطة مرة أخرى، وذلك بعد استعراضنا في القسم التالي لدوافع المضاربة المالية وتقويمها من وجهة إسلامية.

(٥) دوافع المضاربة: مقارنة بين الأسواق الرأسمالية والإسلامية

أولاً: في السوق الرأسمالية

كما هي الحال الغالبة في النظم الرأسمالية نجد أن أكثر حاملي الأسهم يتداولونها بيعًا وشراءً بعد فترات قصيرة جدًا من تسجيلها لدى الجهات المصدرة لها. بل إن نسبة كبيرة من حاملي الأسهم يتخطون مرحلة التسجيل هذه حتى لا تطيل من فترة حيازتهم للأسهم، فيقومون بتسجيلها لدى بعض مكاتب السمسرة التي تستغل فرصة ارتفاع مؤقت في أسعار الأسهم فتقوم ببيعها ثم إعادة شرائها بعد فترة وجيزة بسعر منخفض[١٧]. هذه صورة من الصور المتعددة لما يسمى بالبيع القصير[١٨] (Short-selling). وهي مبيعات مضاربية بحتة، أي مدفوعة بالمضاربة على الأسعار، كما هو واضح.

وهذه إحدى الصور التي تتأسس من أجلها العديد من الشركات الاستثمارية، التي تصرف مرتبات مغرية للمدراء المحترفين لفنون المضاربة المالية والمستشارين الاستثماريين لكي ينجزوا أكبر مكاسب ممكنة باختيار التوازن الأمثل بين المواقف الطويلة والمواضع القصيرة، (Long and short positions)، كالتي تسمى (Hedge funds).

إذن فإن دافع المضاربة أو البيع القصير عامل مساعد على رفع معدلات سرعة دوران الأسهم وتنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية. إن النظام النقدي المعاصر الذي يسيطر عليه رأس المال الغربي جعل من العسير جدًا الفصل بين الاستثمار بالمعنى الإنتاجي التقليدي والاستثمار بالمعنى المضاربي الحديث، وذلك بسبب ارتفاع معدلات التضخم ومعدلات سعر الفائدة. فالمعنى الأخير يشير إلى ما يسمى بممارسة الاكتساب من فروق الأسعار (Price-gaining). أما الاستثمار بالمعنى الإنتاجي فينصرف إلى عائد معتدل ومستقر من خلال الاستغلال الأمثل لبعض الأصول العينية أو المالية الثابتة. فواقع الحال يدل على أن هذا الفهم الإنتاجي للاستثمار لم يعد ملائمًا في وسط مالي من أخص سماته ارتفاع معدلات التضخم وانعدام الحد الأدنى من اليقين والاستقرار الاقتصادي الذي يمكن المستثمر من درء المخاطر ضمانًا لكفاية العائد واعتداله.

وبالطبع ليست هذه الصورة عرضًا طارئًا على النظام الرأسمالي بسبب ارتفاع معدلات التضخم التي بدت بوادرها بعد الحرب العالمية الثانية ولكنها جاءت نتيجة طبيعية للنظام نفسه. فالنشاط المضاربي ليس نتيجة فقط للوضع التضخمي ولكنه سبب له كذلك. فهناك تبعية متبادلة بين معدلات التضخم وحجم النشاط المضاربي. إن المضاربة المالية والعقارية لا تنشط وتصبح عملاً مربحًا إلا بمصاحبة معدلات التضخم العالية والمخاطر المتجددة.. فهي تقتات منها وتغذيها في آن واحد.

لذلك لم يكن مستغربًا أن تصاغ نظريات الاستثمار الرأسمالية الحديثة بافتراض أن المستثمر الرشيد مضارب منهمك في عملية الموازنة بين مكونات حافظته الاستثمارية (Investment portfolio) ليحقق التخصيص الأمثل لمدخراته فيما بين الأصول المالية المختلفة والأصول العينية الأخرى[١٩]، وفي محيط يقل فيه الأمن وتتجدد فيه المخاطر وتكثر الشائعات، تصبح عملية تحقيق التوازن الأمثل عملية ديناميكية متجددة ساعة بساعة.. ولا مكان فيه للمستثمر الذي لا يجيد فن المضاربة.

وهكذا مع تصاعد هذه الاتجاهات المضاربية توشك شركات المساهمة أن تصبح كالأوعية أو المصائد المنصوبة التي تتدافع وتتناوب عليها تيارات الأسهم الخارجة والداخلة في حركة دائبة. وهذه الظاهرة ستؤدي إلى فاقد في الكفاءة أهمله الغربيون عند قياسهم لكفاءة سوق رأس المال،

حيث إن الإدارات غير الكفء لشركات المساهمة ستستمر لفترات أطول.. وذلك بسبب تناقص الشعور الانتمائي بين حاملي الأسهم نحو شركات بعينها وقضاء أغلب الوقت في مراقبة تقلبات أسعار البورصة.. وبذلك تظل الإدارات غير الكفء، بعيدة عن المحاسبة، حيث يكتفي أكثر المساهمين بتوقيع بيانات التفويض (Proxy statements).

النشاط المضاربي وفائدة السيولة

يعزو البعض للنشاط المضاربي (نسبة للمضاربة على الأسعار) في أسواق الأوراق المالية فائدة توليد السيولة التي تساعد على التوسع الاستثماري في المجتمع وذلك ".. عن طريق توفير تلك الفئة المستعدة للشراء والبيع بالأسعار التي تحقق لها مكاسب قصيرة الأجل"[٢٠]. إن هذه الحجة ظاهرة الخطأ لأن التداول في سوق المال مهما كانت دوافعه، وهو سوق "ثانوي" مرتبط بتداول الأسهم والأوراق المالية الأخرى المصدرة، لا يؤدي إلى توليد سيولة إضافية. وإن النشاط المضاربي في هذه الأسواق لا يعدو كونه وسيلة تحويلية للمكاسب الرأسمالية المرتقبة، أي تحويل تلك المكاسب المتوقع تحقيقها لفائدة حاملي الأسهم، إلى آخرين يتحينون ارتفاعًا مؤقتًا في أسعار هذه الأسهم بما لديهم من معرفة وحصافة، فيشترونها من حامليها ليعيدوا بيعها بعد فترة قصيرة بثمن مرتفع. ويؤكد العالم الاقتصادي الانجليزي المعروف كينز (Keynes) هذه الحقيقة بقوله: "إنه لا يوجد من بين المبادئ الأساسية للتمويل التقليدي (Orthdox finance) مبدءًا أكثر تجافيًا للمجتمع من ذلك الصنم المعبود (Fetich) الذي يسمى السيولة. إذ يغيب عن هذه النظرية استحالة وجود استثمار سائل للمجتمع كله"[٢١]. ذلك لأن عملية بيع وشراء الأصول الموجودة فعلاً –سواء كانت أصولاً مالية أو عينية– لا تعني أكثر من تبادل مواضع السيولة والالتزام المالي بين البائعين والمشترين.

ولكن ربما كانت "حجة السيولة" أكثر ملاءمة في الدفاع عن مجرد الحاجة لوجود سوق منظم للأوراق المالية. ذلك لأن وجود مثل هذا السوق سيحث أرباب الأسر من غير المتمرسين في دنيا الأعمال ليوجهوا جزءًا هامًا من مدخراتهم الخاصة نحو شراء الأسهم والسندات التي تمتاز بالسيولة (أي بسهولة بيعها للحصول على نقود) عن طريق تلك المحافل المنظمة، متى ما دعت الضرورة إلى ذلك. وفي هذا تحفيز واضح لأصحاب المدخرات ليشاركوا بها في تكوين رأس المال الاجتماعي بأقل مخاطر ممكنة. وذلك لا يعني بالطبع قدرة هذه المحافل على توليد السيولة، وإنما يدل فقط على الوظيفة الاقتصادية التي يمكن أن تقدمها هذه المحافل في حثها للإنفاق الاستثماري وتوسيعها لقاعدة المشاركة فيه[٢٢]. ولقد رأينا في الجزء السابق من الدراسة أن التنظيم الرأسمالي الحديث لهذه المحافل المالية قد جعل منها مرتعًا خصبًا للنشاط المضاربي، وسنعود في الجزء التالي من

الدراسة لتوضيح مشكلة الاضطراب المخل الذي يسببه النشاط المضاربي لمحاولة القياس الموضوعي لكفاءة سوق المال.

ثانيًا: في السوق الإسلامية

إن الشرع الإسلامي يحث على تنشيط ذلك الصنف من التداول الذي يؤدي إلى خلق منافع حقيقية سواءً كان ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة كالوساطة المنتجة، أو الخدمات الإنتاجية المساعدة في المدى القريب أو البعيد. والفهم الإسلامي للاستثمار ينبغي أن يحقق ذلك الدور التداولي المرتبط بعملية خلق المنافع بطريقة من الطرق المشروعة، وأن يبتعد عن ذلك التداول الذي يهدف فقط إلى توليد الأرباح لأحد الأطراف دون إضافة أية قيمة حقيقية للمجتمع، كالوساطات الطفيلية، وأكثر المضاربات المالية والعقارية التي تسود في النظم الرأسمالية الحديثة.

ويمكن أن نتبين مدى حرص الشرع الإسلامي على ربط التداول بالإنتاج من خلال قاعدة فقهية مهمة وهي قاعدة قبض السلعة المشتراة قبل بيعها. إن وسائل التداول الحديثة جعلت من تداول مستندات التمليك القانونية خير وسيلة لتداول السلع بين أكبر عدد ممكن من الوسطاء حتى ينال كل طرف نصيبه من الربح دون إحداث أي تطوير مادي في السلع المتداولة. ونعني بالتطوير المادي هنا ليس فقط تحويل صورة السلعة المادية، فالتاجر له دور مثل الصانع في "تطوير" الهيئة المادية للسلعة عن طريق نقلها وحفظها وتهيئتها لتكون في متناول يد المستهلك مباشرة، أو عن طريق وسيطة الآخر ليكمل هذه الدورة بكفاءة أكثر (مثل العلاقة بين تاجر الجملة وتاجر التجزئة). فهذه هي القاعدة النظرية التي يسمح على أساسها بإضافة قطاع التجارة أو التوزيع إلى القطاعات الإنتاجية عند حساب الناتج القومي حسب توصيات خبراء إحصاءات الدخل القومي في منظمة الأمم المتحدة[٢٣]. وهو المبدأ الذي جعل الأستاذ الصدر[٢٤] يميز بين تداول "الملكيات المادية" الذي يشجعه الإسلام لما فيه من خلق منافع حقيقية، وتداول "الملكيات القانونية" الذي تتميز به النظم الرأسمالية. وعندما سئل عبدالله بن عباس ﷺ عن الحكمة في نهي الرسول ﷺ عن بيع الطعام قبل استيفائه قال: "ذاك دراهم بدراهم والطعام مرجأ"- رواه البخاري. فانظر البعد الاقتصادي التحليلي الذي يحمله هذا التعبير الموجز.

وقد عمم الإمام الشافعي في كتابه "الأم" قاعدة القبض على كل المنقولات وليس الطعام فقط كما فعل المالكية. وذلك بسبب أخذه لحديث عتاب بن أسيد عندما بعثه الرسول ﷺ إلى مكة المكرمة قائلاً: "انههم عن ربح ما لم يضمنوه وبيع ما لم يقبضوه". وذلك هو رأي الإمام أبي حنيفة والإمام أحمد، بأن مفهوم القبض الشرعي يكون في كل شيء بحسب طبيعته.

كانت هذه النقاط مقترنة بحديثنا عن الضوابط الشرعية التي تجعل من التداول الاستثماري عملاً منتجًا نافعًا وليس نشاطًا مضاربيًا كما في حالة البيع القصير للأسهم، تلغي آثاره التحويلية بعضها بعضًا.

(٦) المضاربة ومشكلة القياس الموضوعي للكفاءة

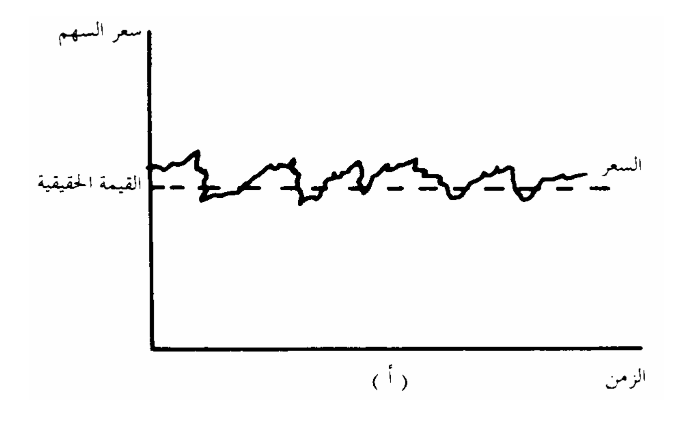
لقد تعرضنا في الجزء (٤) من الدراسة لنظرية كوتنر التي تصور التقلبات العشوائية لسعر السهم السوقي بمسار عشوائي يدور حول القيمة الاقتصادية للسهم، يحده من أعلى ومن أسفل حواجز عاكسة بسبب تدخل "المحترفين الاستثماريين" الذين يوجهون هذا المسار العشوائي حتى لا يبتعد كثيرًا عن القيم الاقتصادية. ورأينا أن سلوك السواد الأعظم من المستثمرين السذج الذين يقعون فريسة سهلة للإرهاصات غير المقومة، هو الذي يفسر ظاهرة التقلبات العشوائية.

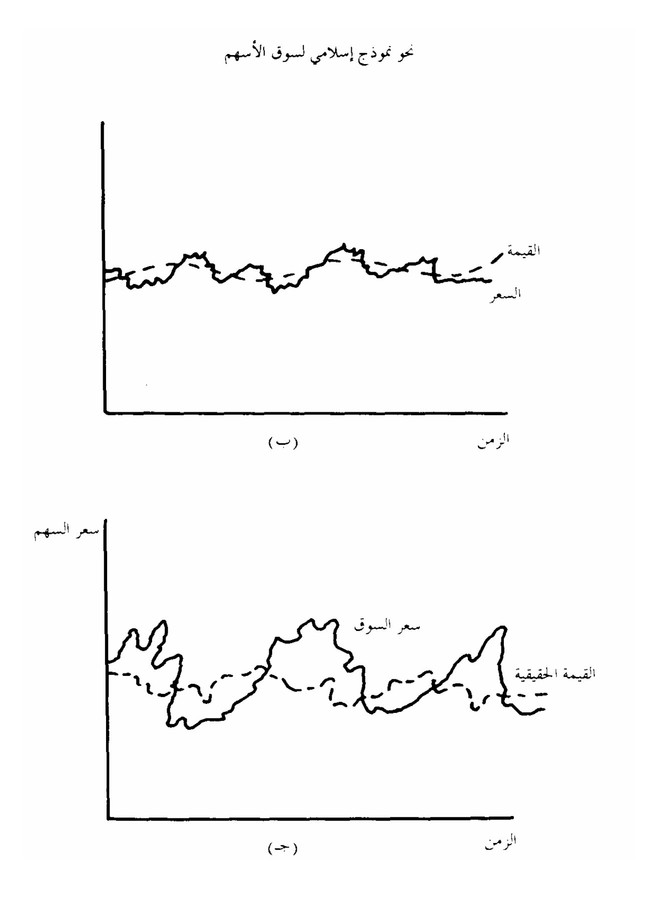
إن نظرية كوتنر رغم اعترافها بالتباين المخل بين القيم الاقتصادية للأسهم وأسعار الأسواق الفعلية، إلا أنها تعد نظرية متفائلة لأنها تعطي "المحترفين" دورًا إيجابيًا في تصحيح المسار العشوائي لأسعار السوق حتى لا تبتعد كثيرًا عن القيم الاقتصادية الحقيقية. ولتوضيح هذه النقطة سنحتاج لتعريف القيمة الاقتصادية للسهم كما هو متضمن في نظرية كوتنر. إن المقصود بالقيمة الاقتصادية للسهم هو تلك القيمة التي تحددها حصة حامل السهم من الغلة النقدية المتوقعة من استغلال الأصول الاستثمارية (الرأسمالية) الحقيقية في عملية الإنتاج. ولكن بما أن القرار الاستثماري المتعلق بشراء الأصول الرأسمالية الإنتاجية يعتمد أساسًا على توقعات المدى البعيد (وذلك هو مضمون نظرية الكفاءة الحدية لرأس المال) فإن القيمة الاقتصادية للسهم كما نجدها في نظرية كوتنر هي قيمته للمدى البعيد كذلك. ولو كان تدخل المحترفين، أو التنافس بينهم، سيؤدي إلى التقارب بين أسعار الأسهم السوقية والقيم الاقتصادية المستقرة لكان في ذلك مدعاة للتفاؤل بكفاءة السوق المالي المفتوح. ولكن الواقع يدل على غير ذلك، حيث نجد جهود المحترفين وطاقاتهم (التحليلية والاستشارية) موجهة نحو محاولة إتباع أنجع السبل لاغتنام المكاسب المرتقبة في المدى القريب، قبل أن يصل علمها إلى السواد الأعظم من المتعاملين السذج بفترة قصيرة جدًا. ذلك يعني أن دافع المستثمر المالي (بخلاف المستثمر الحقيقي Real investor) مرتبط بتوقعات المدى القريب، والقريب جدًا، وأن دور المستثمرين المحترفين ليس كما تصفه نظرية كوتنر، ولعله يكون أقرب إلى ما تصفه نظرية سامولسون التي يشار إليها بنظرية التقلب الكفء لأسعار الأسهم.

نظرية التقلب الكفء

توسع سامولسون، الاقتصادي الأمريكي الشهير، في نظرية كوتنر فأدخل مفهوم التقلب الكفء لأسعار الأسهم (Efficient fluctuation). ومضمون هذه النظرية أن المسار العشوائي لأسعار السوق لا يدور حول قيمة مستقرة كما في نظرية كوتنر وإنما يدور حول مسار عشوائي آخر- أي أن "القيم الاقتصادية" للأسهم ليست قيمًا مستقرة ولكنها متقلبة ومتراوحة تبعًا للتغيرات المستمرة التي تطرأ على الظروف الإنتاجية، خلال المدى القريب، للجهات المصدرة لها. ومضمون هذه النظرية أن سوق رأس المال الكفء هي التي تتقلب أسعارها وتتذبذب لتكون منطبقة في جميع الأوقات على القيم الاقتصادية في تغيرها وتقلبها. ذلك على فرض قيام "المحترفين" بالدور التصحيحي للمسار العشوائي العام بما لديهم من معرفة وخبرة ليكون منسجمًا مع التقلبات العشوائية للقيم الاقتصادية خلال المدى القريب.

وحتى لو فرضنا أن "المحترفين" يحرصون فعلاً على قراءة تلك التقلبات للقيم الاقتصادية خلال المدى القريب وتوجيه أسعار السوق وفقًا لها، فإن هذا الدور يزيد من تعقيد المشكلة ويضيف عبئًا كبيرًا على المحترفين لكي يحسنوا متابعة وتقويم الأنباء الاقتصادية والإدارية المتغيرة والمتجددة. فالأكفاء منهم ربما يجيدون غربلة هذه المعلومات فيتثبتوا من الموضوعي منها، رغم قابليتهم لإساءة التقدير مبالغة منهم أو توهمًا. ولاشك أن إصابة الهدف المتحرك تحركًا عشوائيًا أصعب بكثير من إصابة الهدف الساكن أو المتحرك تحركًا يسيرًا ومنضبطًا. وذلك يعني أن درجة التشتت العشوائي حول النقاط المتغيرة عشوائيًا ستكون أكبر بكثير من درجته حول النقاط الساكنة نسبيًا وهذا ما نوضحه في الأشكال التالية.





ومن الواضح أن الشكل (ج) يمثل نظرية التقلب الكفء التي أخذ بها سامولسون، حيث تتغير القيمة الاقتصادية للسهم تغيرًا عشوائيًا بينما تتباعد أسعار السوق الفعلية بصورة أكثر عشوائية حول هذه القيمة. فهذه الظاهرة يمكن اعتبارها نتاجًا للانتقال المستمر للحواجز العاكسة "العليا والسفلى" بطريقة عشوائية، ولذلك تعتبر هذه النظرية امتدادًا طبيعيًا لنظرية كوتنر.. أما الحالة الثانية التي نمثل لها بالشكل (ب) فهي حالة خاصة تشير إلى تقلب القيم الاقتصادية الناتج عن عوامل متكررة، وبصورة منتظمة خلال المدى القريب بحيث يمكن توقعها مثل التقلبات الموسمية لبعض أنواع الإنتاج خلال العام. ولكن النمط الذي نجده في الأسواق الرأسمالية تنطبق عليه نظرية سامولسون الممثلة بالشكل (ج)، وهذا ما تؤكده بعض الدراسات التطبيقية. ففي إحدى الدراسات ثبت أن التقلبات العشوائية بين اليوم والذي يليه مستقلة تمامًا عن بعضها البعض، حيث إن المستوى العام لأسعار الأمس لا يفسر أكثر من ١,٥٪ من أسعار اليوم[٢٥] فما هي يا ترى تلك

المعلومات الأصلية التي يؤدي استيعابها اليومي إلى مثل هذا التقلب المستمر؟ لاشك أن الأنباء المنشورة في الصحف المالية العامة والنشرات الخاصة وما تتناقله وسائل الإعلام من أحداث وإعلانات وما يتناقله الناس بينهم من إشاعات، كل ذلك له أثره المباشر في تقلب أسعار السوق.

نظرية كينز لسوق الأسهم

إن كينز (Keynes) يلخص كل هذه التفاعلات المسيطرة على أسعار السوق المالية بتعبير "الحالة النفسية العامة" (Mass psychology) للسوق، ويعتبرها هي العنصر الفعال في توجيه أسعار الأوراق المالية. وإذا كان الأمر كذلك فإن النقطة الجوهرية التي ينبغي أن نلتفت إليها هنا هي دور "المحترفين" في توجيه "الحالة النفسية العامة" للسوق حسبما تعكسها انطباعات السواد الأعظم من حاملي الأسهم والسندات وتفاعلهم مع الأنباء الاقتصادية والإدارية وغيرها.

(٧) تفاعل المحترفين مع الحالة النفسية العامة

لقد كنا نفترض ضمنًا في استعراضنا لمفهوم "التقلب الكفء" (انظر الجزء السابق) أن المستثمرين المحترفين يتابعون التغيرات ذات المدى القصير التي تطرأ على القيم الاقتصادية للأوراق المالية، على خلاف نظرية كوتنر التي تفترض متابعة القيم الاقتصادية المستقرة (أي ذات المدى البعيد)، وتحدثنا عن العبء الإضافي الذي سيقع على المحترفين في محاولتهم تقدير تلك القيم الاقتصادية المتغيرة وتوجيه التحركات الفعلية لأسعار السوق حتى لا تبتعد كثيرًا عنها.

والطريف في الأمر أن هذا التصور رغم إعطائه صورة مرتبكة حقًا لكفاءة السوق المالي المفتوح، (حيث تزداد درجة التشتت العشوائي لأسعار السوق حول القيم الاقتصادية الحقيقية) فإنه لا يزال تصورًا متفائلاً. إن إعطاء المستثمرين المحترفين ذلك الدور التصحيحي (رغم تعثره) لتوجيه تحركات الأسعار نحو قيمها الاقتصادية المتغيرة، فيه افتراض ضمني بأن هؤلاء المحترفين هم الذين يتحكمون في "الحالة النفسية العامة" للسوق حتى لا تشرد بعيدًا عن التقويم الموضوعي لظروف السوق الحقيقية.

ولكن الواقع يدل على أن الحالة النفسية العامة هي التي تتحكم في تقديرات المحترفين وليس العكس، مما يعني انتفاء ذلك الدور التصحيحي الإيجابي الذي يعزى لمجتمع المستثمرين المحترفين، وبالتالي انتفاء نظرية "التقلب الكفؤ" تمامًا! ولقد أصاب كينز حين وصف المستثمرين المحترفين في الأسواق المالية بأنهم ".. لا يهتمون بمعرفة القيمة الحقيقية للاستثمار.. ولكن بمعرفة التقويم السوقي

للاستثمار تحت تأثير الحالة النفسية العامة..."[٢٦]. وذلك يدل على أنّ مهارة المستثمر المحترف تتمثل في قدراته على استقراء توجهات الحالة النفسية العامة –أي التنبؤ بما سيفعله الجمهور قبل معرفة الجمهور بفترة قصيرة– وليست هي محاولة التصحيح والتوجيه كما كنا نفترض سابقًا. وليس هذا الأمر مستغربًا إذا تفهمنا سيطرة دافع المضاربة المالية على سلوك المستثمر المحترف وحساباته، فهو يسعى إلى إتباع أنجع الطرق لاغتنام المكاسب الرأسمالية الناتجة عن تحركات أسعار الأسهم بصرف النظر عن طبيعة العوامل التي تحكم هذه التحركات. فهو ليس مسؤولاً عن مدى انضباط هذه التحركات مع التغيرات الاقتصادية الموضوعية، وإذا كان لابد من وجود قوة موجهة لهذه التحركات فتلك هي مسؤولية الجهات الاقتصادية المصدرة للأسهم لتغري الجمهور بسلامة أوضاعها الاقتصادية. وتكون المحصلة النهائية لهذا التصور أن الجمهور هو الحكم الأخير في عملية تقويم أثر التغيرات الاقتصادية والإدارية المستمرة وغيرها على القيم التبادلية للأسهم والسندات، وأن الجمهور هو في الواقع الذي يوجه قرارات المحترفين وتوقعاتهم وليس العكس.

إذن فإن التسليم بأن السواد الأعظم من المتعاملين في البورصات الحديثة يقعون فرائس سهلة للإرهاصات غير المقومة والدعايات الكاذبة –ذلك التسليم المبدئي الذي نجده في نظرية كوتنر وسواها من نظريات الاستثمار المالي الحديثة– سيؤدي بطريقة مباشرة إلى القول بعدم كفاءة هذه الأسواق. بل إن القياس العلمي للكفاءة، حسب معيار التقارب بين القيم الاقتصادية الحقيقية وأسعار السوق سيفتقر إلى الأساس الموضوعي اللازم بسبب عدم وجود قوة داخلية (أو منظم داخلي) بين التيارات المضاربية المتصاعدة، تعمل على تصحيح المسار العشوائي لأسعار السوق وتوجيهها نحو القيم الاقتصادية. ولقد كان كينز (Keynes) يشير إلى هذه القضية وهو ينبه إلى خطورة التقلص التدريجي لدور المعرفة الاقتصادية الحقيقية في عملية تقويم الاستثمارات، وهي المعرفة التي يكتسبها أصحاب الأعمال لارتباطهم المباشر بمجال الإنتاج، وتصاعد الدور التقويمي لمجتمع المساهمين الذين لا مشاركة لهم في إدارة الأعمال ولا يمتازون بمعرفة خاصة[٢٧]. ورغم أنه أول من أدخل "دافع المضاربة" في تحليل الطلب على النقود، نجده يقول في بعض تأملاته حول الممارسات المضاربية السائدة داخل أروقة البورصات المالية:

"إن المشهد الطريف لأسواق الاستثمار الحديثة جعلني أميل أحيانًا للاستنتاج بأن شرورنا المعاصرة قد تجد علاجًا مفيدًا لو أننا جعلنا عملية شراء الاستثمار شيئًا ملزمًا على الدوام وغير قابل للتصفية (لا فكاك منه) مثل الزواج، إلا بسبب الموت أو أي عامل خطير آخر"[٢٨].

أهمية الأخذ بالضوابط الشرعية

وقبل أن نختم هذا الجزء من الدراسة نحب أن نشير إشارة عابرة إلى بعض المضامين المترتبة على ظروف الدول النامية نتيجة لتبني النظام المفتوح لسوق الأوراق المالية والسماح بالمضاربات المالية فيه. إن انخفاض مستوى الدخل الفردي في الدول النامية، مقارنة بالدول المتقدمة، وصغر حجم المدخرات الخاصة كفيل بأن يجعل الحجم الكلي للتداول ليس صغيرًا فقط وإنما محصورًا داخل مجتمع محدود من المهتمين بشراء الأسهم في القطاعات النقدية الحديثة النامية. ولكن لا ينبغي التوصل من ذلك إلى أن الممارسات المضاربية المحدودة داخل الأسواق المالية النامية لا تشكل خطرًا بسبب صغر حجم السوق وإمكاناته الفقيرة التي لا تشجع التداول بالسرعة التي نجدها في الدول الصناعية المتطورة. إن الأمر نسبي إلى حد كبير، ذلك لأن اقتصاديات الدول الصناعية قد بلغت درجة من التطور جعلتها تتمتع بالقدرة على النمو التلقائي، ومهما اتسعت قاعدة النشاط المالي المضاربي فيها فإن البنيات الأساسية للنشاط الإنتاجي الحقيقي –مادية كانت أو بشرية– قادرة على مقاومة ما يأتيها من صدمات. أما بالنسبة للدول النامية فإن صغر حجم السوق المالي ومحدودية التداول المضاربي فيه يقابله من الناحية الأخرى صغر حجم القاعدة الإنتاجية وقلة مناعتها الذاتية لعوامل عدم الاستقرار، مما يجعلنا في الدول النامية أكثر حرصًا على إعادة تنظيم أسواقنا المالية وتوجيهها بالصورة التي تساعد على تحقيق أهداف النمو الحقيقي.

إن الأخذ بالضوابط الشرعية التي استعرضناها في الجزء (٣) من الدراسة –وهي الضوابط التي تحرص على تخفيف الغرر والجهالة وعلى التقارب بين أسعار الأسهم السوقية والقيم الاقتصادية الحقيقية– وإعادة تنظيم أسواقنا المالية وفقًا لهذه الضوابط سيجعلها أكثر كفاءة ومقدرة على تدعيم الأهداف التنموية. وسننتقل الآن إلى الجزء الختامي من الدراسة لمناقشة خصائص الصيغة التنظيمية التي تكيف النموذج الإسلامي لسوق الأسهم.

(٨) وختامًا: كيف تتحدد خصائص النموذج الإسلامي؟

إن نقاشنا السابق يتبلور في القول بأن أكثر المشكلات المخلة بتحقيق الكفاءة في الأسواق المالية تنشأ بسبب تقلص دور المعرفة الاقتصادية الحقيقية في تحديد القيم السوقية للاستثمارات القائمة، وتزايد الدور التقويمي لمجتمع المساهمين الذين لا يملكون تلك المعرفة. ولقد رأينا في الجزء (٣) من الدراسة أن السهم المالي ليس كالسلعة العينية ذات المنفعة المعلومة لأطراف السوق، وأن السماح لقوانين العرض والطلب بتحديد القيم التبادلية في سوق مفتوح سيجعل السعر السوقي

للسهم أكثر عرضة لمصادر الجهالة والغرر (بحسب معناهما في الفقه الإسلامي) مقارنة بالسلع العينية الأخرى. وإن تأكيد الشرع على أهمية العلم التام بموضوع البيع (أو محل البيع) يعني بعبارة أخرى، أهمية إدراك البائع أو المشتري لحقيقة ما يشتريه أو يبيعه، وذلك شرط أساسي لفرضية الرشد الاقتصادي لسلوك المستهلك أو المنتج في النظرية الاقتصادية. فلو كان مقدار الغرر يسيرًا في البيوع العينية، مما يجعل مبدأ السوق المفتوح ملائمًا وغير مخل بالكفاءة لدرجة ملحوظة، فإن مقدار الغرر في بيوع الأسهم والأوراق المالية ليس يسيرًا مما يدل على الحاجة إلى إعادة النظر في مبدأ السوق المالي المفتوح. ولعلنا قد أوضحنا بهذه العبارة طبيعة الانسجام بين ضرورة الالتزام بالضوابط الشرعية والحاجة إلى السوق المالية الكفء. وفيما يلي سنستعرض بعض الخصائص التي ينبغي في تقديرنا أن يتميز بها النموذج الإسلامي:

أولاً: تبعية السوق المالي للسوق العيني: بمعنى أن تحركات سوق الأوراق المالية تكون تابعة وقوية الارتباط بتحركات سوق السلع العينية، وذلك يعني سيادة المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه تحركات الأسهم.

ثانيًا: استناد القيم السوقية على توقعات المدى البعيد بدلاً من تغيرات المدى القريب، وفي ذلك حد للاتجاهات المضاربية البحتة وتشجيع للاستثمارات ذات الأجل الطويل.

ثالثًا: التوجه السلوكي العام لمجتمع المساهمين لا يجعل مصدر إشباعهم منحصرًا في متوقع العائد النقدي فقط وإنما يتعداه إلى إشباع الرغبة في المشاركة الإيجابية لإنجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمع المسلم. ولقد أشرنا في الجزء (٤) من هذه الدراسة إلى أن سيادة الدوافع المضاربية وانصراف المساهمين نحو متابعة التغيرات الدقيقة في متوقع العائد النقدي خلال المدى القريب، مدعاة إلى إضعاف الشعور الانتمائي لمجتمع المساهمين إلى شركات بعينها. ورأينا أن ذلك سيؤدي إلى استمرار الإدارات غير الكفء بسبب بعدها عن المحاسبة والمساءلة حيث يكتفي أكثر حاملي الأسهم بتوقيع بيانات التفويض من بعيد.

ما هو الشكل التنظيمي المناسب

وأخيرًا، لعل من المهم التطرق لقضية الصيغة التنظيمية المناسبة لسوق الأسهم. وهي بلا شك قضية تحتاج إلى المزيد من البحث والدراسة وتضافر الجهود العلمية، ولكنها تتطلب قبل ذلك وجود اتفاق مبدئي حول الأسس التي ينبغي أن تقوم عليها أية صيغة تنظيمية بديلة، ولقد كان

هدفنا في هذه الدراسة مناقشة تلك المبادئ الأساسية. ونظرًا للترابط الوثيق بين الدوافع السلوكية في المجتمع وتوجهات النشاط الاقتصادي، فإن الصيغة التنظيمية المناسبة لا غنى لها عن دور الدولة التوجيهي والتحفيزي لتدعيم السلوك الاستثماري في السوق المالي بالطريقة التي تجعل من الممكن تحقيق تلك الخصائص الثلاث التي أوردناها سابقًا.

وعليه فإن الحد الأدنى من التقييد الذي نحتاج إليه لإعادة تنظيم السوق المالية على أسس إسلامية هو إيجاد الضوابط التنظيمية التي تعالج محاذير الغرر والجهالة المتعلقة بالسهم المالي كمحل للبيع والشراء. وجدير بالذكر أن الغرر اليسير مقبول لدى جمهور الفقهاء رفعًا للحرج إذ لا مجال في الواقع لاستقصاء كل مصادر الغرر والجهالة وإخضاعها للضبط المحكم.. وقد أجاز رسول الله ﷺ بيع الطعام جزافًا (حيث لا تكون أدوات الكيل أو الوزن متاحة لضبط المقادير) رغم تفضيله أن يجرى الصاع والصاعان عند بيع الطعام[٢٩].

إن تحديد القدر المعقول من الجهالة أو الغرر أمر تحكمي بلا شك إذ لا توجد قاعدة صارمة تمكننا من إجراء هذا التحديد، ولكن القاعدة العامة هي ضرورة حصرهما والتقليل منهما بقدر ما يمكن. وإن النموذج الأمثل في تقديرنا هو الذي يستغل الإمكانات المتاحة من أدوات الضبط والإحكام ذلك الاستغلال الأمثل الذي يحد من مصادر الجهالة والغرر دون إفراط ولا تفريط. فالإفراط في عملية الضبط والإحكام يعني محاولة إلغاء الغرر عن الوجود تمامًا وذلك أمر مستحيل، فضلاً عن المشقة والحرج اللذين تسببهما هذه المحاولة على مصالح الأفراد. أما التفريط فيعني التهاون في تطبيق الضوابط الشرعية وتبني النموذج الرأسمالي الغربي على علاته، وقد تحدثنا في الأجزاء السابقة عن فاقد الكفاءة الاقتصادية والمضار الأخرى التي يلحقها هذا التفريط بالسوق المالي- فالبديلين التاليين نقدمهما على سبيل المثال لا الحصر:

بديل سد الذرائع أو التسعير

هذا البديل يتضمن استبدال جهاز السوق بجهاز مركزي وفني محايد يحتوي على خبراء متخصصين في فن التحليل المالي والاستثماري فيقومون بتقدير القيم التبادلية للأسهم عن طريق الدراسات الإحصائية الميدانية المتجددة بحيث تستوعب في انضباط رصيد كافة المؤشرات الاقتصادية الموضوعية المؤثرة على تحركات السوق المالي. لاشك أن مثل هذه التغيرات رغم أنها قد تكون غير متحيزة (Unbiased) فهي لن تخلو من عنصر الخطأ الإحصائي مما يعني استحالة التخلص من الغرر تمامًا.

كما يصح القول بأن هذا النموذج الذي يحاول استبدال اللقاء المباشر بين جانبي العرض والطلب باستخدام المسح الاستبياني الميداني والتحليل القياسي للمعلومات الاقتصادية، إنه غير عملي لأنه يتضمن إجراءات تنظيمية ومالية معقدة للتأكد من كفاءته الفنية ومواكبة الأحداث بالدرجة التي تضمن الالتزام الفعلي بتقديراته. ولعل هذا البديل في نظر البعض يقع في اتجاه "الإفراط" ويسبب تعطيل المصالح.

بديل النصيحة الفنية

يمكن تعديل النموذج السابق بالطريقة التالية: وهي أن يؤسس ذلك الجهاز الفني المحايد وتتوفر لديه الإمكانيات الفنية والكفاءات التحليلية، ولكن فقط ليؤدي خدمة استشارية **مجانية** لحاملي الأسهم والمستثمرين الاحتماليين من أصحاب الأموال. أما القيم التداولية للأسهم فيحددها بعد ذلك نشاط السوق بالطريقة المألوفة. هذا الجهاز يمكن تمويله جزئيًا عن طريق رسم يفرض على كل حاملي الأسهم، وفي ذلك توجيه لهم كي ينتفعوا بهذه الخدمة الاستشارية التي سيدفعون ثمنها على أية حال، وضمان للحد من تأثر قيم السوق التبادلية بمصادر الغرر والجهالة.

لعل هذا هو الحد الأدنى من التقييد الذي نحتاج إليه لصياغة نموذج إسلامي لسوق الأسهم، وهذا ما نكتفي به في هذه الدراسة متطلعين إلى مزيد من البحث والتأصيل لهذا النموذج في دراسات مقبلة.

الهوامش

(١) عبدالعزيز عزت الخياط، *الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي*. عَمَّان: وزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية، ١٣٩٠هـ (١٩٧١م)، ص ص ٢٠٨-٢٢١.

(٢) الخياط، *المرجع السابق*، ج ٢، ص ص٧-١٢.

(٣) الخياط، *المرجع السابق*، ج٢، ص ص١٤١-١٤٦.

(٤) الخياط، *المرجع السابق*، ج١، ص٢١١.

(٥) نحن نهتم هنا بما يسمى بالسوق الثانوية للأسهم المصدرة، وذلك بخلاف السوق الأولية التي تهتم بالإصدارات الجديدة.

(٦) لمزيد من التفصيل ارجع إلى قرارات مجمع الفقه الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي.

(٧) الخياط، مرجع *سابق*، ج٢، ص١٢٧.

(٨) الخياط، مرجع *سابق*، ج٢، ص٢١٧.

(٩) تجدر الإشارة إلى أن القانون الأمريكي للشركات المساهمة يقرر هذا الحق للمساهمين القدامى (preemptive right) (انظر **W. Sharp**, *Investments*. Prentice Hall: International Education, 1981, p. 333.)، رغم أنه في الممارسة العملية مهمل تمامًا.

(١٠) ابن قدامة، المغني والشرح الكبير. بيروت: دار الكتاب العربي، ج٥، ص٤٥٩.

(١١) إننا لم نتحقق هنا من التأصيل الشرعي لحق الشفعة على أسهم شركات المساهمة، وهذه المسألة جديرة ببحث مستقل.

(١٢) الملاحظ أن النظرية الحديثة للاستثمار المالي تتبنى فهمًا عامًا للاستثمار يتضمن الفهم التقليدي (الإنتاجي الحقيقي) والفهم المضاربي والمقامري كذلك بحجة أن الفصل بين هذه الممارسات أمر تحكمي، انظر: W. Sharp (1981) *op. cit*., p.5.

(١٣) سنتطرق لتعريف القيمة الاقتصادية للسهم في الجزء (٦) من هذا البحث.

(١٤) **Elton** and **Gruber,** *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. N.Y: Wily and Sons, 1981, pp. 362-389.

(١٥) الكفء (= الكُفُؤ): صفة لا تتغير بالتأنيث أو التثنية أو الجمع– (المحرر).

(١٦) نحن هنا نعتمد على التجربة الأمريكية التي تعد أقرب نموذج علمي للسوق الكفء.

(١٧) **B. Gub,** *The Basics of Investing*. N.Y: Wiley and Sons, 1979, pp. 22-23.

(١٨) "البيع القصير" مصطلح مالي يقصد به الشراء بغرض البيع السريع.

(١٩) **Christy** and **Clednenin,** *International to Investment*. N.Y: McGraw-Hill,1981, p. 1.

(٢٠) الركيبي، صفعق: تعقيب على ورقة *"الاستثمار وسوق الأوراق المالية من منظور إسلامي"*، مؤتمر جامعة الدول العربية، نوفمبر ١٩٨٥م، تونس.

(٢١) **J. M. Keynes**, *The General Theory of Employment Interest and Money*. London: Macmillan, St. Martin's Press, 1970, p. 155.

(٢٢) المعلوم أن عملية خلق موارد سائلة إضافية لتمويل التوسعات الاستثمارية تتحقق عن طريق ما يسمى بالسوق الأولية للأوراق المالية حيث يتم بيع وشراء الإصدارات الجديدة للأسهم، وهذا الجانب لم نتطرق له في هذا البحث لأننا نهتم بسوق الأوراق المالية التي سبق إصدارها وهي ما تسمى بالسوق الثانوية.

(٢٣) **U. N. Statistical Office,** *A Manual of National Accounts at Constant Prices*. Based on the SNA,1968, pp.10-15.

(٢٤) محمد باقر الصدر، اقتصادنا. بيروت: دار المعارف، ١٤٠١هـ (١٩٨١م)، ص ص٦٨٠–٦٨٣.

(٢٥) **Elton** and **Gruber,** *op. cit.,* p. 366.

(٢٦) **J. M. Keynes,** *op. cit*., pp. 154-155.

(٢٧) **J. M. Keynes,** *op. cit*., p.153.

(٢٨) **J. M. Keynes.,** *op. cit.,* p. 160.

(٢٩) المغني لابن قدامة، مرجع سابق، ٤/٢١٩–٢٢٠

المراجع

أولا : المراجع العربية

ابن قدامة، *المغني والشرح الكبير*. بيروت: دار الكتاب العربي، الجزء الخامس، ١٣٩٢هـ (١٩٧٢م).

الخياط، عبدالعزيز عزت، *الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي*، عمان: وزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية، ١٣٩٠هـ (١٩٧١م).

الركيبي، صفعق، *تعقيب على ورقة الاستثمار وسوق الأوراق المالية من منظور إسلامي*، مؤتمر جامعة الدول العربية، نوفمر ١٩٠٥م، تونس.

الشافعي، *كتاب الأم*، القاهرة: كتاب الشعب.

الصدر، محمد باقر، *اقتصادنا*، بيروت: دار التعارف، ١٤٠١هـ (١٩٨١م).

الضرير، الصديق محمد الأمين، *الغرر وأثره في العقود*، القاهرة: مطبعة دار نشر الثقافة بالفجالة، ١٣٨٦هـ (١٩٦٧م).

المجمع الفقهي، *قرارات المجمع الفقهي* (١٣٩٨-١٤٠٥هـ). مكة المكرمة: رابطة العالم الإسلامي، ١٤٠٥هـ.

المصري، رفيق، *مصرف التنمية الإسلامي*، بيروت: مؤسسة الرسالة (١٩٧٦).

ثانيًا : المراجع الإنجليزية

Christy and **Clednenin,** *Introduction to Investment*. N.Y: McGraw-Hill, 1981.

Elton and **Gruber,** *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. N.Y: Wiley and Sons, 1981.

Gub, B., *The Basics of Investing*. N. Y.: Wiley and Sons, 1979.

Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan, St. Martin's Press, 1970.

Sharpe, W., *Investments*. N.J: Prentice Hall International Education, 1981.

U. N. Statistical Office, *A Manual of National Accounts at Constant Prices*. Based on the 1968 SNA.

Towards an Islamic Model of Stock Market

S. I. TAJ EL-DIN
Department of Economics
College of Economics and Administration
King Abdulaziz University, Jeddah, Saudi Arabia

ABSTRACT. The normative rules governing exchange in an Islamic stock market are discussed and the free enterprise capitalist model of stock market is evaluated from the Islamic and economic points of view. Exchange of financial claims is found more vulnerable to hazard and to lack of information, both contrary to Islamic rules of exchange. The efficiency criteria of capitalist stock markets are critically examined in the light of the theories of P. Cootner, P. A. Samuelson and J. M. Keynes. The dominance of speculative motives (vs. that of real investment) and the nature of interaction among "professional" and "non-professional" market players, deprive the capitalist stock market of internal stabilizers and undermine its efficiency. Efficiency in the financial market cannot be ensured by leaving it free and ungoverned. It is necessary to reinforce Islamic rules. Some regulatory measures are indicated.